

Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa

Vol. 16, Nº 3, 2010, pp. 107-126, ISSN: 1135-2523

¿SON EFECTIVOS LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN? LA EFICACIA DEL CONSEJO Y LOS RESULTADOS DE LA EMPRESA

Barroso Castro, C.
Villegas Perrián, M.M.
Pérez-Calero, L.
Universidad de Sevilla

Recibido: 19 de marzo de 2010

Aceptado: 12 de mayo de 2010

RESUMEN: Numerosos trabajos han estudiado la influencia del consejo de administración en las decisiones y resultados de sus empresas. No obstante, la enorme popularidad alcanzada en el campo del gobierno corporativo por estos estudios, no viene acompañada por sus resultados, que han sido ambiguos y, a veces, conflictivos. En esta investigación proponemos que la efectividad de los consejos depende de las experiencias y conocimientos de los consejeros que lo conforman, así como de la estructura de estos consejos. Entendemos que ambas dimensiones (composición y estructura) no son “*por sí*” suficientes para el logro de consejos plenamente efectivos, pero si se definen como elementos necesarios para ello. Desde nuestra perspectiva, constituyen el potencial que permitirá lograr una adecuada capacidad estratégica por parte del consejo. Nuestros resultados muestran la importancia de las variables que conforman la estructura y composición del consejo (tamaño del consejo, permanencia, experiencia de los consejeros) a la hora de explicar los resultados empresariales.

PALABRAS CLAVES: Gobierno Corporativo, Consejos de administración, Efectividad, Resultados empresariales.

CLASIFICACIÓN JEL: M10, M11.

ARE THE BOARDS OF DIRECTORS EFFECTIVE? THE BOARD'S EFFICIENCY AND THE FINANCIAL PERFORMANCE OF THE COMPANY

ABSTRACT: The study of the effectiveness of boards of directors is a tremendously interesting area of investigation, heightened by the many financial scandals of the recent past. Research efforts have suffered from several deficiencies like the inconsistency of many of the results achieved (Daily, Dalton and Cannella, 2003; Dalton, Daily, Ellstrand and Johnson, 1998; Johnson et al., 1996). It emphasises the need to go further with this research subject. Within this framework, our paper examines board effectiveness through board members' level of knowledge and experience and board structure. We understand that both dimensions: board composition and structure are not enough to board effectiveness but determine the potential to get a strategic capability. Our results show how board size, length of tenure of directors and board members' experience in senior management positions, have effects on firm financial performance.

KEY WORDS: Corporate Governance, Boards of directors, Effectiveness, Financial performance.

JEL CLASSIFICATION: M10, M11.

1. INTRODUCCIÓN

El consejo de administración es un órgano sumamente relevante para la empresa ya que desempeña un papel esencial en su gobierno (Dehaene, De Vuyst y Ooghe, 2001). Pero, ¿son realmente efectivos estos consejos? La globalización y la liberalización de los mercados financieros, así como los últimos escándalos de renombradas empresas, han traído consigo la exigencia de una mayor transparencia en la gestión; y han centrado el debate del gobierno corporativo (GC) en el estudio de las obligaciones y del funcionamiento de este órgano de gobierno (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch y Volberda, 2009; Kiel y

Nicholson, 2003; Ingley y Van Der Walt, 2005; Zahra y Pearce, 1989; Golden y Zajac, 2001; Daily, Dalton y Cannella, 2003).

La mayoría de la literatura está de acuerdo en definir la efectividad como la habilidad de los consejos para desempeñar los papeles que le son encomendados, añadiendo valor a la empresa (Aguilera, 2005; Murphy y McIntyre, 2007). En un reciente trabajo sobre el grado de efectividad de los consejos de administración, Petrovic (2008) concluía que las futuras investigaciones en este campo debían de tener presente tres cuestiones fundamentales: (i) el análisis de la efectividad de este órgano de gobierno debe orientarse tanto a la perspectiva estructural (composición y estructura del consejo) como a la comportamental (dinámicas de relación que se desarrollan por parte de este órgano); (ii) realizar una clara distinción entre los niveles de análisis posibles: consejeros y consejos, (iii) tener en cuenta las influencias del entorno sobre las actuaciones del consejo.

Numerosos trabajos han estudiado la influencia del consejo de administración en las decisiones y resultados de sus empresas (Demb y Neubauer, 1992; Sonnenfeld, 2002; Kiel y Nicholson, 2005; Westphal y Bednar, 2005). Generalmente, en estos estudios, los papeles que desempeña el consejo de administración están categorizados en tres tipos (Johnson, Daily y Ellstrand, 1996): (i) control – teoría de la agencia (Letza, Sun y Kirkbride, 2004; Langevoort, 2001; Sundaramurthy y Lewis, 2003) -, (ii) papel de servicio – perspectiva *stewardship* (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991, 1994; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997)- y (iii) enlazar la organización con su entorno –dependencia de recursos (Hendry y Kiel, 2004; Pfeffer y Salancik, 1978; Pearce y Zahra, 1991; Goodstein, Gautam y Boeker, 1994; Korac-kakabadse, Kakabadse y Kouzmin, 2001; Hillman, Cannella y Paetzold, 2000) -. Recientemente, la dependencia de recursos ha sido enriquecida con las contribuciones de la perspectiva de las redes sociales (Carpenter y Westphal, 2001; Westphal, 1999). A pesar de estos estudios, un número relevante de autores considera que la distinción entre los papeles del consejo es poco nítida y que no existe una verdadera diferencia entre ellos (Stiles y Taylor, 2001; Hillman y Dalziel, 2003; Hendry y Kiel, 2004). Es más, señalan que los consejos satisfacen varios roles simultáneamente y que, por ello, es necesario considerar conjuntamente varios enfoques teóricos para tratar de capturar la complejidad de las actividades desempeñadas (Roberts, McNulty y Stiles, 2005; Hillman y Dalziel, 2003; Lynall Golden y Hillman, 2003; Macus, 2008).

La enorme popularidad alcanzada en el campo del gobierno corporativo, no viene acompañada por los resultados logrados por estas investigaciones: éstos, han sido ambiguos y, a veces, conflictivos (Kim, 2005; Kim y Cannella, 2008). Así, Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson (1998) no encontraron relación significativa entre la composición del consejo de administración y los resultados de las empresas. A pesar de ello, los inversores e instituciones han incrementado su creencia sobre el papel de los consejos de administración que, como autoridad legal de la empresa, debe lograr un impacto significativo sobre los rendimientos empresariales (Demb y Neubauer, 1992; Sonnenfeld, 2002; Kiel y Nicholson, 2005; Westphal y Bednar, 2005).

La inconsistencia de estas investigaciones impulsan a continuar trabajando en este campo, en un doble sentido: profundizando, aun más, en las variables analizadas tradicionalmente por la literatura, esto es, variables de composición y estructura del consejo de administración (Finkelstein y Hambrick, 1990; Hambrick y Mason, 1984; Pfeffer, 1983), así como considerar el proceso social de toma de decisiones que tiene lugar en el consejo como

grupo de decisión (Stevenson y Radin, 2009; Van Ees, Gabrielsson y Huse, 2009; Daily, *et al.*, 2003; Gabrielsson y Huse, 2004; Hambrick, Werder y Zajac, 2008; Ghoshal, 2005).

Sherwin (2003) explica estos dos puntos de vista señalando que los consejos tienen dos tipos de objetivos: un objetivo de carácter mecánico o estructural, como su composición y estructura que puede ser más fácilmente regulada y controlada desde el exterior del consejo, y un segundo objetivo denominado orgánico, difícilmente regulable, que está basado en aspectos ligados a procesos de interacción, comunicación y confianza.

En esta investigación proponemos que la efectividad de los consejos depende de las experiencias y conocimientos de los consejeros que lo conforman, así como de la estructura de estos consejos. Entendemos que ambas dimensiones (composición y estructura) no son “*por sí*” suficientes para el logro de consejos plenamente efectivos, pero si se definen como elementos necesarios para ello. Desde nuestra perspectiva, constituyen el potencial que permitirá lograr una adecuada capacidad estratégica por parte del consejo (Macus, 2005, 2008; Erakovic y Goel, 2008; Ortiz, Aragón y Gómez, 2009). A lo largo de este trabajo, y retomando las indicaciones de Petrovic (2008), nos centramos en estudiar la perspectiva estructural del consejo, utilizando como unidad de análisis los consejeros y teniendo presente que el entorno económico que afecta actualmente a las organizaciones influye, de forma notable, en las decisiones adoptadas por este órgano de gobierno.

Por todo ello, el presente artículo pretende conocer en qué medida los consejos de administración actuales poseen el potencial necesario para controlar e implicarse en los resultados empresariales. Todo ello desde un punto de vista multiteórico, que abarque un doble enfoque estratégico de control y colaboración/servicio. El presente trabajo se estructura como sigue. El primer epígrafe ayudará a comprender la elección del tema propuesto, así como los objetivos que nos hemos planteado. En epígrafes posteriores se realiza una revisión de la literatura que nos permite llevar a cabo el planteamiento de una serie de hipótesis. El último apartado será dedicado a la parte empírica, así como en el análisis e interpretación de los datos obtenidos.

2. INFLUENCIA DEL POTENCIAL DEL CONSEJO EN LOS RESULTADOS DE LA EMPRESA

En este apartado, desarrollamos el argumento de que el potencial de un consejo de administración, entendiendo éste por su composición y estructura, influye en los resultados empresariales.

La literatura tradicional sobre GC señala la existencia de dos escuelas de pensamiento respecto a la influencia de los órganos de gobiernos sobre las decisiones estratégicas empresariales (Barroso, Domínguez, Vecino y Villegas, 2009). La escuela pasiva, identifica al equipo directivo como dominador de dichas decisiones (Baliga, Moyer y Rao, 1996; Boeker y Goodstein, 1993; Hill y Snell, 1988; Kesner, Victor y Lamont, 1986; Mallette y Fowler, 1992; Wade, O'Reilly y Chandratat, 1990) en la que los consejos juegan un papel secundario - (rubber-stamp function) (Herman, 1981; Rosenstein, 1987). Por su parte, la escuela activa, considera a los consejeros como pensadores independientes, con una elevada

implicación en cuestiones estratégicas de la empresa (Walsh y Seward, 1990; Davis y Thompson, 1994; Finkelstein y Hambrick, 1996; Hendry y Kiel, 2004). Los planteamientos de la escuela activa de pensamiento derivan de los tres roles principales que la literatura ha identificado en el consejo: control, servicio y dependencia de recursos (Johnson *et al.*, 1996). Generalmente, cada uno de estos papeles han sido analizados de forma independiente y fundamentados en perspectivas teóricas diferentes (Bennet y Robson, 2004). La teoría de la agencia enfatiza el papel del control, actuando como fiduciarios de los accionistas (Letza, Sun y Kirkbride, 2004). La perspectiva Stewardship plantea que el consejo aporta asesoramiento a la dirección (Davis *et al.*, 1997). Por su parte, la dependencia de recursos (Hendry y Kiel, 2004) argumentan que los consejos son mecanismos adecuados para captar recursos vitales para el rendimiento de la empresa, gracias a las redes de los consejeros y a los lazos que la organización logra con su entorno (Pfeffer, 1972; 1973; Pfeffer y Salancik, 1978; Pearce y Zahra, 1991; Korac-Kakabadse *et al.*, 2001; Hillman *et al.*, 2000).

Las investigaciones más recientes sobre consejos señalan la necesidad de sustentar sus argumentos en perspectivas multiteóricas (Macus, 2008). En este sentido, tanto Sundaramurthy y Lewis (2003) como Roberts *et al.* (2005), proponen que es necesario desarrollar simultáneamente un papel de control (teoría de la agencia) y de colaboración (perspectiva stewardship y dependencia de recursos). Por todo ello, y siguiendo las recomendaciones más actuales en el campo, argumentamos nuestro estudio bajo una perspectiva multiteórica. Partimos de la composición y estructura del consejo (Lant, Milliken y Batra, 1992; Wiersema y Bantel, 1992; 1993; Boeker, 1997; Gordon, Stewart, Sweo y Luker, 2000; Carpenter, 2002; Rindova, 1999; Westphal y Fredrickson, 2001) como variables que definen su potencial. Siguiendo a Pfeffer (1983) argumentamos que las variables demográficas ofrecen una representación parsimoniosa y objetiva de aquéllos constructos que, mediante otras alternativas, son difíciles de medir.

La composición del consejo ha sido considerada en numerosas investigaciones (Petigrew, 1992; Westphal, 1999), en las que se asume que el consejero tiene la capacidad para desarrollar varias tareas a la vez (Daily, Johnson y Dalton, 1999). Como anteriormente señalábamos, se ha analizado a través de las características demográficas del consejo (Rindova, 1999). En definitiva, en este estudio argumentamos que la efectividad del consejo de administración, entendida como la habilidad del consejo para desempeñar sus funciones de control y servicio añadiendo valor a la empresa, depende de ciertos atributos del consejo y de los miembros que lo componen, a saber: el tamaño del consejo, la experiencia como consejeros en la empresa medida a través de la permanencia en el consejo, la experiencia profesional de los consejeros en el sector industrial al que pertenece la empresa y una alta experiencia actual y anterior de los consejeros como consejero delegado o máximo ejecutivo de otra empresa (CEO).

Tabla 1. Estudios Representativos

VARIABLES DEMOGRAFICAS		ESTUDIOS
Tamaño del Consejo		
Resultado de la empresa		McIntyre <i>et al.</i> , 2007; Finegold <i>et al.</i> , 2007; De Andres <i>et al.</i> , 2005; Benett y Robson, 2004; Kiel y Nicholson, 2003; Dalton <i>et al.</i> , 1999; Eisenberg <i>et al.</i> , 1998, Barnhart y Rosenstein, 1998; Wagner <i>et al.</i> , 1998; Mueller y Barker, 1997; Johnson <i>et al.</i> , 1996; Daily y Dalton, 1993; Zahra y Pearce, 1989; Pearce y Zahra, 1992; Kesner y Dalton, 1985; Pfeffer, 1972,1973.
Papeles del consejo		Gabrielsson, 2007; Ruigrok <i>et al.</i> , 2006; Golden y Zajac, 2001; Zahra <i>et al.</i> , 2000; Beekun <i>et al.</i> , 1998; Sanders y Carpenter, 1998; Ocasio, 1994; Goodstein <i>et al.</i> , 1994; Pearce y Zahra, 1992; Judge y Zeithaml, 1992; Zahra y Pearce, 1989.
Permanencia		
Resultado de la empresa		McIntyre <i>et al.</i> , 2007; Murphy y McIntyre, 2007; Howton, 2006; Santiago-Castro y Baek, 2004.
Papeles del consejo		Kalyta, 2009; Hoye, 2007; Rutherford y Buchholtz, 2007; Donoher <i>et al.</i> , 2007; Schnake <i>et al.</i> , 2005; O'Regan and Oster, 2005; Zelechowski y Bilimoria, 2004; Vafeas, 2003; Golden y Zajac, 2001; Vafeas, 1999; Zajac y Westphal, 1996; Johnson <i>et al.</i> , 1993.
Experiencia del consejero en el sector industrial de la empresa		
Resultado de la empresa		Kroll M.; Walters B. y Wright, P., 2008; Kor y Sundaramurthy , 2009.
Papeles del consejo		Hillman y Dalziel, 2003
Conocimiento de la empresa		
Papeles del consejo		Minichilli y Hansen, 2007; Pugliese y Wenstop, 2007; Gabrielsson, y Wilund, 2000; Hillman y Dalziel, 2003
Experiencia del consejero como CEO		
Resultado de la empresa		Kroll ; Walters y Wright, 2008

2.1. Tamaño del Consejo

Una de las variables más analizadas en el estudio del GC ha sido el tamaño del consejo. Respecto a su influencia, no existe un consenso claro en la literatura. Su revisión pone de manifiesto argumentos contradictorios, sea cual fuere la variable con la que se relacione. Así, respecto al resultado de la empresa, unos estudios concluyen destacando las ventajas de los consejos grandes (Dalton *et al.*, 1998; Pearce y Zahra, 1992; Beverley y Shireenjit, 2009; Kiel y Nicholson, 2003) mientras que otros plantean resultados poco claros (Bennedsen, Kongsted y Nielsen, 2008; Caspar, 2005) e incluso relaciones curvilineas entre ambas variables (Yermack 1996, De Andres y Vallelado, 2008).

A partir de los planteamientos de la perspectiva de la dependencia de recursos, podemos plantear que a medida que incrementa el número de lazos entre el consejo y su entorno, mayor y mejor podrá ser la provisión de recursos que repercutan favorablemente al resultado de la empresa (Nicholson y Kiel, 2007). En esta dirección, Hillman *et al.*, (2000) y Palmer y Barber (2001) concluyen que el consejo es un recurso muy valioso para la empresa gracias a las relaciones que mantienen con el entorno. Estos argumentos se desarrollan a partir de la premisa de que los consejos más grandes tienen más posibilidades de obtener “lazos” con el entorno que los más reducidos. (Korac-Kakabadse *et al.*, 2001; Zahra y Pearce, 1989; Daily, McDougall, Covin y Dalton., 2002; Dalton, Daily, Jonson y Ellstrand, 1999; Goodstein, Gautam y Boeker, 1994; Hillman y Dalziel, 2003; Pfeffer, 1972; Pfeffer y Salancik, 1978). Bajo nuestra perspectiva, cuando las condiciones del entorno económico son tremendamente turbulentas, tal y como ocurre en la actualidad, la posibilidad de obtener más ‘lazos’ o relaciones con el entorno favorece el logro de los resultados empresariales.

Otras evidencias empíricas justifican la relación positiva entre el tamaño del consejo y el resultado de la empresa. Van den Berghe y Levräu (2004) ponen de manifiesto que incrementar el número de consejeros permite aumentar el nivel de conocimientos, habilidades y experiencias del consejo, lo que repercute positivamente en el resultado. Además, reduce el nivel de poder del CEO (Forbes y Milliken, 1999; Goodstein *et al.*, 1994). En definitiva, los consejos más grandes son más heterogéneos con respecto a los valores, capacidades y background de sus consejeros; y facilitan la conexión con otros órganos de gobiernos de otras empresas (Westphal y Fredrickson, 2001; Davis, 1991; Johnson *et al.*, 1996; Palmer, Jennings y Zhou, 1993). Por su parte, los consejos más reducidos identifican un menor número de alternativas disponibles a la hora de tomar decisiones relevantes en la misma.

A pesar de estos argumentos, otras investigaciones defienden la postura contraria, señalando que los problemas potenciales derivados de las dinámicas de los grandes grupos podría ralentizar el proceso de toma de decisiones estratégicas (Goodstein *et al.*, 1994; Judge y Zeithaml; 1992). Nosotros argumentamos que las ventajas de la heterogeneidad del grupo, dadas las condiciones del entorno económico actual, superan a los posibles inconvenientes derivados de un mayor tamaño. Teniendo en cuenta estos argumentos, planteamos la siguiente hipótesis de trabajo:

H1: El tamaño del Consejo está positivamente relacionado con el resultado obtenido por la empresa cuando las condiciones del entorno económico son negativas.

2.2. Permanencia en el Consejo: antigüedad del consejero en el cargo

Otras de las variables relevantes en la literatura es la antigüedad del consejero en el consejo. La mayoría de los trabajos han analizado los efectos de la permanencia en el equipo directivo (Katz, 1982; Wiersema y Bantel, 1992; Finkelstein y Hambrick, 1996; Boeker, 1997), pero muchos de los argumentos utilizados serían también aplicables a los consejos. Por una parte, una elevada permanencia en el consejo está asociada con una mayor rigidez en el planteamiento de las políticas empresariales (Katz, 1982) y puede llegar a limitar la captación y el tratamiento de información a través del establecimiento de rutinas organizativas poco flexibles (Miller y Friensen, 1984). Durante el tiempo que permanecen en el consejo, los consejeros desarrollan una “lógica dominante” (Pralad y Bettis, 1986) y una estructura cognitiva sobre la firma. En definitiva, la antigüedad es asociada con un mayor compromiso con el “*status quo*” de la organización, con la conformidad del grupo, inercia y un menor interés por adoptar riegos (Kor, 2006).

Por el contrario, otros autores argumentan las ventajas de la escasa rotación en los componentes de un grupo. Una baja rotación facilita la comunicación (Zenger y Lawrence, 1989), propicia el mantenimiento de las redes (Roberts y O'Reilly; 1979) e incrementa el nivel de experiencia del grupo (Kor y Mahoney, 2000). A medida que incrementa su antigüedad en la empresa, los consejeros alcanzan un elevado conocimiento del negocio a la vez que disminuye la "ignorancia pluralista" (Westphal y Bednar, 2005). Consejeros que permanecen largo tiempo en el consejo, construyen importantes bases de influencia (Finkelstein y Hambrick, 1989; Pfeffer, 1983) lo que les otorga mayor capacidad de actuación (Kor, 2006).

Además, dado que las empresas son diferentes en cuanto al conjunto de recursos y capacidades que poseen y cómo gestionan sus recursos, el conocimiento adquirido por los consejeros sobre la empresa a través de su experiencia como consejeros, se convierte en un factor clave que favorece su habilidad/capacidad para desempeñar las funciones de control y servicio en el consejo (Kor y Sundaramurthy, 2009), con una repercusión positiva en el desempeño de la empresa.

A partir de estos argumentos, en esta investigación planteamos que existe una relación curvilínea entre la antigüedad de los consejeros y los resultados alcanzados por la empresa. Otros trabajos recientes consideran también relaciones no lineales para los efectos de la antigüedad (Kor, 2006; Golden y Zajac, 2001).

Así, pues, la antigüedad está asociada negativamente con los resultados empresariales de tal manera que la fuerza de este efecto negativo disminuye a medida que incrementa la antigüedad de los consejeros. Siguiendo a Kor (2006), argumentamos que los consejeros con menor antigüedad en la empresa pueden ser más propensos al riesgo, ya que se tienen que probar a sí mismos como 'competentes' en sus actuaciones. A medida que incrementa su antigüedad, aumentan su aversión al riesgo, ya que están menos presionados a demostrar su posible valía. No obstante, cuando llevan mucho tiempo en la empresa, poseen un rico conocimiento del entorno y de sus recursos que, unidos a su gran experiencia, les permiten ser capaces de tomar las decisiones adecuadas en cada momento. En definitiva, cuando la antigüedad de los consejeros incrementa, su efecto sobre los resultados empresariales puede ser negativos para consejeros con escasa antigüedad y positivos para consejeros que llevan bastante tiempo en la empresa.

H2: Cuando la antigüedad de los consejeros incrementa, su efecto sobre los resultados de la empresa serán negativos para aquéllos consejos con bajo nivel de permanencia y positivos para aquéllos otros con elevada permanencia.

2.3. Experiencia en el Sector

Al igual que ocurría en variables anteriores, la experiencia acumulada en el sector ha sido ampliamente analizada en la literatura con relación a los componentes del equipo directivo. De nuevo, muchas de sus argumentaciones pueden ser trasladadas a los consejeros de la empresa.

Una amplia experiencia en un sector específico trae consigo que el consejero posea un conocimiento tácito de las oportunidades, amenazas, condiciones competitivas y tecnológicas, así como de las regulaciones específicas de dicho sector (Kroll, Walters y Son, 2007). De igual modo, tendrá un amplio conocimiento de los proveedores, clientes y competidores (Bailey y Helfat, 2003; Boeker, 1997; Cooper, Gimeno-Gascon y Woo, 1994; Harris y Helfat, 1997; Mosakowski, 1993).

En general, los avances, tanto tecnológicos como competitivos, que tienen lugar en un sector económico, suele seguir un modelo de “*path-dependent*”. Ello implica que poseer un conocimiento inicial del sector ayuda a comprender, en mejor medida, la dinámica de comportamiento futuro del mismo (Arthur, 1994; Kor, 2003).

A pesar de estos méritos, los consejeros difieren significativamente en sus niveles de experiencia en el sector, siendo, en algunos casos, bastante reducidos. Así, teniendo en cuenta que la composición del consejo de las grandes empresas se caracteriza por una mayor presencia de consejeros externos – Código de Buen Gobierno- ; pero, a su vez, de un elevado porcentaje de dominicales, las diferencias con relación a la experiencia en el sector son notables. Bajo estas circunstancias, los grupos son más propensos a tomar decisiones erróneas y fallar a la hora de responder a las oportunidades ofrecidas por la industria (Castanias y Helfat, 1991; Schefczyk y Gerpott, 2001; Schoonhoven, Eisenhardt y Lyman, 1990).

Una elevada presencia de consejeros externos independientes, que ejerzan adecuadamente su papel de servicio y control, puede ayudar a tomar las decisiones correctas, en el momento oportuno, si poseen la experiencia necesaria en el sector (Johnson, Daily y Ellstrand, 1996; Westphal, 1999; Walters y Le, 2007) mejorando así los resultados empresariales (Walters, Kroll y Wright, 2007). En sectores económicos con entornos turbulentos, los consejeros independientes con experiencia en el sector, enriquecen notablemente las decisiones del consejo, al aportar su conocimiento sobre la dinámica de la competencia (Gimeno, Folta, Cooper y Woo, 1997; Kor y Sundaramurthy, 2008; Zald, 1969), así como sus redes de conexión (Carpenter y Westphal, 2001; Daily y Dalton, 1994; Pearce y Zahra, 1992; Useem, 1984) y ayudar a adquirir los recursos críticos para el crecimiento de la empresa (Kor y Sundaramurthy, 2009).

En definitiva, los consejeros con experiencia en el sector incrementan la posibilidad de obtener mejores resultados empresariales, ya que conocen el poder de negociación de proveedores y clientes, los productos sustitutos y la rivalidad existente en el sector. Además, poseen un valioso conocimiento sobre las ‘*recetas*’ de funcionamiento que le permite centrar su atención en las áreas verdaderamente relevantes del negocio (March, 1999).

A la luz de estos argumentos, proponemos la siguiente hipótesis de trabajo:

H_{3a}: La experiencia en el sector de los consejeros está asociada positivamente con el rendimiento de la empresa.

H_{3b}: La presencia de consejeros externos independientes, con experiencia en el sector, está asociada positivamente con el rendimiento de la empresa.

2.4. Alta experiencia en posiciones de dirección general o máximo ejecutivo de una empresa (CEO)

Lorsch and Maciver (1989) señalaron que los CEOs son los consejeros más deseados. Consejeros con elevada experiencia en posiciones ejecutivas o de dirección general, poseen una amplia trayectoria en la toma de decisiones estratégicas y transfieren su conocimiento, obtenido en otras organizaciones, al contexto del consejo. Los resultados demuestran que los consejeros actúan como vehículos que permiten fluir la información vital para identificar las oportunidades y amenazas del negocio, gracias a la experiencia acumulada como máximo responsable del equipo directivo de otras empresas (Harrison, 1987).

Debido a su posición, los CEO poseen una cantidad inusual de autoridad y experiencia, recursos muy valiosos para ejercer las funciones de asesoramiento y control que debe desarrollar el consejo. ¿Por qué hay, en general, pocos CEOs en los consejos? Formar parte de un consejo de administración supone un elevado coste de tiempo y esfuerzo, que no todos están dispuestos a invertir (salvo que ya no ostente el cargo de CEO). Esta es la razón principal para declinar, en muchas ocasiones, formar parte del consejo (Lorsch y Maciver, 1989).

Su papel, sobre todo cuando son consejeros independientes, presenta unas características únicas, ya que actúan como ‘pares’ con el CEO de la empresa y pueden plantearle determinadas alternativas que otros consejeros, sin esa experiencia como CEO, no pueden (Fahlenbrach, Low y Stulz, 2010).

Empresas que se encuentren en situación de crecimiento o en las que la asimetría de la información dificulte los mecanismos de control, pueden verse notablemente beneficiadas de la presencia de consejeros con una alta experiencia como máximos ejecutivos de otras empresas (Hermalin y Weisbach, 1988). Con todas estas ventajas, no es sorprendente que las empresas deseen incorporar, como consejeros independientes, a personas con esta experiencia para desarrollar las labores de asesoramiento y control de los consejos. No obstante, como este tipo de consejeros pueden limitar el poder del CEO, algunos CEOs pueden no querer que en sus consejos tengan presencia este tipo de consejeros experimentados (Hermalin y Weisbach, 1998; Shivdasani y Yermack, 1999). Por el contrario, empresas cuyo CEO sea más joven e inexperto, pueden verse beneficiadas por la importante labor de servicio y asesoramiento que este tipo de consejeros experimentados pueden desempeñar dentro del consejo (Hermalin y Weisbach; 1998).

Teniendo en cuenta las ventajas que la alta experiencia como máximos responsables ejecutivos de otras empresas puede aportar para el desempeño de las funciones de control y servicio en el consejo de la empresa, cabe esperar que la presencia de estos consejeros experimentados implique una mejora en los resultados de la empresa (Fahlenbrach *et al.*, 2010). A la luz de estos argumentos, proponemos la siguiente hipótesis de trabajo:

H₄: La existencia de consejeros con amplia experiencia como CEO está asociada positivamente con el rendimiento de la empresa.

3. ESTUDIO EMPÍRICO

3.1. Muestra

La muestra que conforma nuestro estudio está constituida por 562 consejeros pertenecientes a 45 empresas. Dichas empresas fueron seleccionadas del Ranking de sociedades del mercado continuo de Madrid, proporcionado por el Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa para el año 2008. La elección de esta muestra se fundamenta en la obligación que tienen estas empresas en dar a conocer datos relativos a su gestión y a sus resultados, lo que posibilita obtener la información necesaria para el estudio. Nuestras principales fuentes de información fueron la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las propias páginas web de las empresas analizadas. De la primera, obtuvimos los informes anuales sobre Gobierno Corporativo para el ejercicio 2008. Por su parte, las páginas webs de las empresas nos sirvieron para poder consultar los curriculums de los consejeros.

A partir de estas fuentes, obtuvimos la composición de los órganos de gobierno de cada empresa. Tras un depurado proceso de comparación, fue posible identificar los consejeros que permanecían año a año en la empresa (antigüedad de los consejeros), el tamaño del consejo, así como identificar el tipo de consejero y los directivos consejeros (consejeros en el equipo o directivos en el consejo). Por otra parte, un detallado proceso de revisión de la información publicada tanto en prensa sobre las empresas seleccionadas, a través de la base de datos de prensa Baratz y de la propia Bolsa de Madrid, permitió identificar los resultados obtenidos para el año 2009.

3.2. Definición de variables

Dado el objetivo de este estudio, las variables utilizadas son las siguientes: como variable dependiente, el resultado alcanzado por la empresa a lo largo del año 2009. Como variables explicativas: tamaño del consejo, antigüedad de sus consejeros, tipo de consejero, experiencia en el sector del consejero y experiencia del consejero como CEO de otra empresa (actual y pasada). A continuación, se describen y justifican cada una de estas variables utilizadas.

El resultado alcanzado por la empresa ha sido tradicionalmente estudiado en la literatura a través de indicadores de rentabilidad como el ROI. No obstante, teniendo en cuenta la situación económica en la que nos vemos inmersos, con una notable crisis cuya incidencia negativa es muy elevada en los resultados empresariales, hemos optado por seleccionar un indicador de resultados más acorde con la situación y con el grado de incertidumbre que rodea al entorno empresarial, como es el *volumen de ventas*. En épocas de crisis, los órganos directivos de las empresas se encuentran más preocupados de mantener los resultados a corto plazo (volumen de ventas y cuota de mercado) que otros indicadores que reflejen la situación general del negocio a medio o largo plazo. Somos conscientes de que esta preocupación es más sobresaliente en el equipo directivo, que puede ver perder su posición ante unos nefastos resultados financieros y servir de ‘cabeza de turco’. Aún así, pensamos que el consejo de administración también se ve afectado por estas circunstancias.

Para definir esta variable, se ha obtenido el volumen de ventas de cada empresa para el año 2009 (información final disponible en marzo de 2010). Dada la multitud de sectores económicos que intervienen en la muestra, se ha tenido en cuenta el efecto de cada sector, ajustando las ventas al mismo. Como la literatura pone de manifiesto un cierto retraso en los trabajos que ligan los órganos de gobierno y sus posibles efectos en las empresas (Bommer y Ellstrand, 1996; Kesner y Dalton, 1994; Pitcher *et al*, 2000; Shen y Canella, 2002; Barroso *et al*, 2009) hemos recopilado la información sobre el volumen de ventas con un año de carencia.

El *tamaño del consejo* se midió como el número de miembros que componen el consejo de administración de una empresa (Ocasio, 1994; Kroll, Walters y Wright, 2008).

Para el cálculo de la *antigüedad de los consejeros* hemos utilizado el número de años que cada miembro lleva en el Consejo desde su nombramiento, calculando la diferencia entre el año objeto de estudio (en este caso el 2008) y el año de su primer nombramiento como miembro del Consejo (Hambrick, Cho y Chen, 1996; Michel y Hambrick, 1992; Kor, 2006). La permanencia del consejo al cuadrado fue calculada como el cuadrado de la permanencia, y es empleada para predecir la relación curvilínea entre permanencia y resultado empresarial.

La variable *experiencia como CEO* ha sido obtenida teniendo en cuenta la trayectoria profesional del consejero y no sólo su puesto actual o último puesto. Para ello, partiendo de la clasificación realizada por Michel y Hambrick (1992), hemos analizado detenidamente el

curriculum de cada uno de los consejeros seleccionados en aras de identificar el área funcional dominante, tanto en su experiencia pasada como en el presente. A continuación, se generó una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el consejero presenta un perfil dominante de dirección general, teniendo en cuenta no sólo su actual o último puesto, sino su experiencia profesional anterior y considerando como mínimo los tres últimos puestos anteriores al actual, y 0 en caso contrario.

Por su parte, para el cálculo de la experiencia en el sector hemos recogido los CNAE correspondientes a las empresas en las que ha trabajado y trabaja actualmente el consejero (puesto actual y últimos 3 puestos, como mínimo). Analizando de forma conjunta esta información, se ha codificado en qué medida el consejero tiene o no experiencia en el sector de la empresa a cuyo consejo de administración pertenece. Hemos considerado como alta experiencia el que haya ocupado 2 puestos o más en empresas del sector, como experiencia media 1 puesto en empresas del sector y como baja o nula experiencia 0 puestos.

Finalmente, para categorizar el *tipo de consejero* se ha considerado la información suministrada sobre los miembros del consejo en los informes de gobierno corporativos de las empresas. Siguiendo las indicaciones de los códigos de buen gobierno corporativo, hemos clasificado los consejeros en tres grandes categorías: toma el valor 1 aquéllos consejeros denominados internos o ejecutivos que pertenecen al equipo de dirección o ocupan un puesto dentro de la empresa, aparecen con valor 2 los consejeros externos dominicales, esto es, aquéllos nombrados en el consejo en calidad o representación de accionistas con una participación accionarial significativa. Finalmente, aparecen con el valor 3 los consejeros externos independientes, cuyo perfil responde a personas de prestigio profesional que pueden desempeñar sus funciones en el consejo sin verse condicionados por sus relaciones con la empresa, sus accionistas significativos o sus directivos (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006).

Tabla 2. Datos de la Muestra

Variables		Datos Muestra
Tamaño medio del Consejo		13,58 consejeros
Permanencia media		4,46 años
Consejeros Internos		15.7%
Consejeros Dominicales		48.6%
Consejeros Externos Independientes		35.7%
Experiencia como CEO	Si	38,9%
	No	61.1%
Experiencia en sector	Alta	24.4%
	Media	16%
	Baja	59.6%

4. RESULTADOS

Los resultados alcanzados en esta investigación se presentan en la Tabla 3. Tras un análisis de regresión, se muestran los efectos principales de acuerdo con los diferentes modelos propuestos. Cada uno de los modelos incluye las distintas hipótesis planteadas. La hipótesis 1

plantea que el tamaño del consejo está positivamente relacionado con el rendimiento de la empresa. El análisis realizado soporta esta predicción ($t= 9.897$, $p<0.00$). De igual modo, la hipótesis 2 propone una relación curvilínea entre la antigüedad de los consejeros en el consejo y el resultado de la empresa. Como se puede observar, los resultados también confirman esta predicción. El término raíz es significativamente negativo ($t= -1.898$, $p<0.05$), mientras que el término al cuadrado es significativamente positivo ($t= 2.198$, $p<0.05$). De esta manera, tal y como se había planteado, la antigüedad de los consejeros en el consejo está asociada positivamente con el rendimiento de la empresa para elevados niveles de permanencia, y negativamente asociado para menores niveles de ésta.

Con el fin de profundizar en el estudio de la relación entre la antigüedad de los consejeros y el resultado de la empresa, se procedió a realizar un análisis complementario consistente en agrupar la muestra total de empresas en dos subgrupos a partir del punto de inflexión.

Tabla 3: Resultados

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	<i>t</i>	<i>coeficiente</i>	<i>t</i>	<i>coeficiente</i>	<i>t</i>	<i>coeficiente</i>	<i>t</i>	<i>coeficiente</i>	<i>t</i>	<i>coeficiente</i>
(Constante)	-9.41	.000	-7.95	.000	-7.21	.000	-6.78	.000	-6.19	.000
Tamaño del Consejo	9.77	.00	9.95	.000	9.76	.000	9.89	.000	9.89	.000
Permanencia			-2.16	.030	-1.92	.050	-1.87	.050	-1.89	.050
Permanencia al cuadrado			2.36	.010	2.20	.020	2.18	.030	2.19	.028
Experiencia como CEO					-2.14	.030	-2.00	.045	-2.04	.042
Tipo de consejero							1.82	.050	1.79	.050
Experiencia en el sector									-.403	.687
R	.447		.462		.471		.485		.486	
R ²	.200		.214		.222		.235		.237	
F	86.84***		31.22***		24.48***		21.10***		17.65***	

*** $p<.000$

El primer subgrupo esta conformado por aquéllos casos en los que la antigüedad de los consejeros es inferior a 4 años, formando el segundo grupo todos aquéllos casos en los que la antigüedad era superior a este valor. A continuación, se procedió a estimar un modelo de regresión para cada uno de estos grupos, con el fin de corroborar la asociación en forma de U entre estas dos variables. Los resultados alcanzados son los siguientes: para el primer subgrupo (antigüedad inferior a 4 años) el coeficiente de la relación es significativamente negativo (-0,039, $p<.05$) y el modelo de regresión explica un 18,3% de la varianza. Por su parte, en el segundo subgrupo (antigüedad superior a cuatro años) el coeficiente de la relación es positivo (0,179, $p<.001$) y el modelo de regresión explica un 24,1% de la varianza. Por lo tanto, estos resultados son coherentes con la existencia de una relación en forma de U entre estas dos variables.

Por su parte, la hipótesis 3a establece que la experiencia en el sector de los miembros del consejo, está relacionada positivamente con el rendimiento de la empresa. El análisis, en este caso, no sustenta esta relación. La hipótesis 3b hace referencia a la influencia positiva de los consejeros externos sobre el rendimiento empresarial. Los resultados si confirman esta relación ($t= 1.799$, $p<0.05$). Finalmente, la hipótesis 4 señala la relación positiva entre la experiencia de los consejeros como CEO y el rendimiento de la empresa. La tabla 3 pone de manifiesto que no se confirma esta relación ($t= -2.040$, $p>0.05$) ya que, aunque los resultados alcanzados son significativos, el signo es el inverso al planteado.

5. DEBATE Y CONCLUSIONES

A lo largo de esta investigación se enfatiza la participación activa de los consejos de administración en las decisiones claves para sus empresas. Nuestro punto de partida es considerar al consejo como un agente activo en la gestión empresarial, por lo que hemos desarrollado y probado un conjunto de argumentos sobre su papel en los rendimientos empresariales. A este respecto, trataremos de arrojar una serie de conclusiones acerca de esta cuestión, tras analizar como las diferentes variables que conforman la estructura y composición del consejo influyen de manera significativa en estos resultados.

Muchas investigaciones han considerado a los consejos como cajas negras, relacionando de forma directa ciertas variables o “*usual suspects*” con medidas de desempeño de la empresa (Finkelstein y Mooney, 2003). Somos muy conscientes del gran debate que se ha generado en la literatura respecto a este tema, debido a la inconsistencia de muchos de los resultados alcanzados en estas investigaciones. No obstante, desde nuestra perspectiva, y siguiendo a las propuestas más recientes (Macus, 2008), sugerimos que la composición del consejo, medido a través de variables demográficas y de la experiencia y conocimiento de los consejeros, es un elemento esencial de la capacidad del consejo. Nuestros resultados muestran la importancia de estas variables de conformidad con los argumentos expuestos.

Los datos ponen de manifiesto que las empresas con mayor número de consejeros, tienen mejores resultados. Ello es consistente con el argumento de que los consejos más grandes están caracterizados por una mayor heterogeneidad en conocimientos, valores y experiencias de sus componentes, lo que facilita la captación de información de diversas fuentes, la explotación de distintos recursos, así como permite tomar decisiones acordes con el actual entorno turbulento y de crisis.

De igual modo, los hallazgos de esta investigación permiten aceptar que la relación entre la antigüedad de los consejeros y el rendimiento de las empresas, es no lineal. En este sentido, cuando los consejeros son muy recientes en el consejo o llevan mucho tiempo ejerciendo en el mismo, son propensos a tomar decisiones que afectan positivamente al rendimiento de la empresa. En el primer caso, deben probarse como actores competentes en el nuevo cargo que ostentan. En el segundo, su dilatada experiencia, junto al amplio conocimiento del entorno y de los recursos de la empresa, les permite acertar en la decisión más adecuada para adaptarse a las condiciones del entorno. Por el contrario, cuando los consejeros se sitúan en niveles intermedios de permanencia, se enfrentan a una mayor aversión al riesgo, ya que se encuentran menos presionados a la hora de demostrar su valía. En definitiva, los argumentos que la literatura esgrime en ambos sentidos son válidos, pero a diferentes niveles de la variable demográfica en cuestión (Golden y Zajac, 2001).

Por el contrario, en contra de lo planteado, los resultados muestran que no es posible aceptar que exista una relación entre la experiencia sectorial de los miembros del consejo y los resultados logrados por las empresas. Esta conclusión es contraria a nuestra exposición, según la cual, los miembros del consejo dotados de experiencia en sectores relacionados con el de su empresa, más que difundida a través de diversos sectores, han desarrollado fuertes estructuras de conocimiento para gestionar el contexto en el que se mueve la empresa; de tal manera que deben ser reconocidos como un aspecto/recurso importante para el devenir de la misma. Una posible justificación de porqué no se cumple nuestra hipótesis podría ser la propia codificación de la variable empleada en el estudio. Así pues, para asignarle al consejero una experiencia alta en el sector se le exige que, considerando su trayectoria profesional más reciente (puesto actual y los tres anteriores), como mínimo 2 puestos hayan sido ejercidos en empresas del sector; sin tener en cuenta la duración de los consejeros en cada uno de esos puestos dada la imposibilidad de conseguir información a este respecto. Teniendo en cuenta este criterio, sólo un 25% de los consejeros de la muestra presentan una alta experiencia en el sector de la empresa a cuyo consejo pertenecen y, además, más del 50% de los consejeros que poseen elevada experiencia en la industria son consejeros internos, repartiéndose el resto entre dominicales e independientes. Hemos de tener presente las peculiaridades de la muestra y, en general de la composición de los consejos de empresas españolas, en las que existe una presencia extremadamente elevada de consejeros dominicales que ejercen, esencialmente, una función de control. Esta es la razón de que casi un 60% de la muestra presente una baja experiencia en el sector. Si profundizamos en los datos, al unificar el nivel de experiencia alta y media en una sola categoría, y realizar un ANOVA con nuestra variable dependiente (volumen de ventas) los resultados si son significativos ($F= 2,75$, $p<.05$). Desgraciadamente, al contar sólo con dos categorías (tener/no tener experiencia en el sector) no podemos realizar un test que determine las diferencias entre las medias.

En consonancia con los comentarios que acabamos de verter, si se contrasta nuestra hipótesis H3_b. Existe una relación positiva entre la tipología de consejeros que conforma el consejo y los rendimientos logrados por la empresa. En línea con nuestra argumentación, son los consejeros externos 'independientes', cuyo perfil responde a personas de prestigio profesional que no se ven condicionados por sus relaciones con la empresa, sus accionistas significativos o sus directivos, a la hora de tomar decisiones, los que impulsan con su papel de servicio y asesoramiento al logro de la empresa. En la muestra estudiada, estos consejeros conforman casi el 36% del total analizado y ayudan a explicar los rendimientos empresariales.

Finalmente, la última de nuestras argumentaciones expone la asociación positiva entre aquéllos consejeros con una alta experiencia como CEO -perfil dominante de dirección general considerando su trayectoria profesional- y los rendimientos empresariales. Los resultados alcanzados con la muestra analizada exponen la relación significativa entre ambas variables, pero con el signo opuesto al considerado. De nuevo, nos encontramos ante una inconsistencia de nuestros argumentos. A priori, nuestra investigación plantea que la experiencia de los consejeros como CEO en otras empresas facilita a los consejos de administración desarrollar su labor. Ahora bien, tal y como exponen Fahlenbrach *et al.* (2010) existen otros argumentos que nos pueden ayudar a entender los resultados alcanzados: en primer lugar, es necesario que los consejeros en los que está presente esta característica (perfil dominante de dirección general) sean consejeros externos independientes, que puedan utilizar esta experiencia en una posición de 'igual' frente al CEO de la empresa y que, además, éste no lo perciba como una fuente de pérdida de poder en el consejo. Para ello, es necesario que no

estén presentes determinadas situaciones de compromiso o amistad (*buddy hipótesis*) entre este tipo de consejeros y el CEO de la empresa; en segundo lugar, que el consejero que ocupa a su vez un cargo de CEO tiene menos disponibilidad de tiempo y de recursos para ejercer su posición de asesoramiento y puede optar por una posición de ‘no confrontación’ con el CEO de la empresa. Ello es debido a que es capaz de imbuirse en la posición del CEO ya que conoce, por su experiencia pasada y presente, las situaciones y/o dinámicas que pueden llegar a presentarse en el consejo. En definitiva, los datos de nuestra muestra arrojan que sólo un 13,8% de consejeros con este perfil dominante de dirección general son, a su vez, independientes. El porcentaje de consejeros con experiencia como CEO se concentra, con un peso mucho más elevado, en los consejeros internos de nuestra muestra que en los externos (dominicales e independientes). Somos conscientes que, de nuevo, la elevada exigencia en la determinación de esta variable explica en gran medida estos resultados. Tal y como ya hemos expuesto, para considerar que su perfil es dominante en dirección general, el consejero debe ser actualmente CEO de otra empresa, así como haber ocupado esta posición en más de una ocasión a lo largo de su última trayectoria profesional. Pensamos que es necesario, y lo planteamos como futura línea de trabajo, profundizar en las dinámicas de relaciones que se producen en el interior de los consejos y entre éstos y su entorno, para incrementar el nivel de conocimiento sobre la efectividad de los mismos.

En definitiva, con esta investigación contribuimos a incrementar el desarrollo teórico sobre la efectividad del consejo de administración. Aportamos que el análisis de este órgano de gobierno debe realizarse desde una doble perspectiva: los consejeros, como partícipes individuales, y el grupo o equipo como responsable final de la toma de decisiones. Las características de los componentes y del grupo en sí, conforma el potencial del consejo, de tal manera que un consejo potente podrá alcanzar la capacidad necesaria para desarrollar de manera eficiente los papeles que le son encomendados.

BIBLIOGRAFÍA

- AGUILERA, R. V. (2005): "Corporate governance and director accountability: an institutional comparative perspective", *British Journal of Management*, Vol. 16, pp. 39-53.
- ARTHUR, W. B. (1994): *Increasing returns and path dependence in the economy*. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- BAILEY, E. E. y HELFAT, C. E. (2003): "External management succession, human capital and firm performance: An integrative analysis", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 24, pp. 347-369.
- BALIGA, B. R., MOYER, R. C. y RAO R. S. (1996): "CEO duality and firm performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, 1, pp. 41-53.
- BARNHART, S. y ROSENSTEIN, S. (1998) "Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis", *Financial Review*, Vol. 33, pp. 1-36.
- BARROSO, C., DOMÍNGUEZ, M., VECINO, J. y VILLEGAS, M. M. (2009): "Does the Team Leverage the Board's Decisions?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, pp. 744-761.
- BEEKUN R., STEDHAM, Y. y YOUNG, G. (1998): "Board Characteristics, managerial controls and corporate strategy: a study of U.S. hospitals", *Journal of management*, Vol. 24, pp. 3-19.
- BENNEDSEN, M., KONGSTED, H. C. y NIELSEN K. M. (2008): "The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp. 1098-1109.
- BENNETT R.J. y ROBSON P. J. A. (2004): "The Role of Boards of Directors in Small and Medium-Sized Firms", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 11, pp. 95-113.
- BEVERLEY, J. y SHIREENJIT, J (2009): "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, 4, pp. 492-509.
- BOEKER, W. (1997): "Strategic change: The influence of managerial characteristics and organizational growth", *Academy of Management Journal*, Vol. 40, pp. 152-170.

- BOEKER, W. y GOODSTEIN, J. (1993): "Performance and successor choice: The moderating effects of governance and ownership", *Academy of Management Journal*, Vol. 36, pp. 173-186.
- BOMMER, W. H. y ELLSTRAND, A. F. (1996): "CEO successor choice, its antecedents, and influence on subsequent firm performance: An empirical analysis", *Group and Organization Management*, Vol. 21, pp. 105-123.
- CARPENTER, M. A. (2002): "The implications of strategy and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, pp. 275-284.
- CARPENTER, M. A. y WESTPHAL, J. D. (2001): "The strategic context of external network ties: examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making", *Academy of Management Journal*, Vol. 44, pp. 639-660.
- CASPAR, R. (2005): "The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, 5, pp. 691-701.
- CASTANIAS, R. P. y HELFAT, C. E. (1991): "The Managerial Rents Models: Theory and Empirical Analysis", *Journal of Management*, Vol. 27, pp. 661-678.
- COOPER, A. C., GIMENO-GASCON, F. J., y WOO, C. Y. (1994): "Initial human and financial capital as predictor of new venture performance", *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, 5, pp. 371-395.
- DAILY, C. M. y DALTON, D. R. (1994): "Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 643-654.
- DAILY, C. M., JOHNSON, J. L., y DALTON, D. R. (1999): "On the measurements of board composition: Poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization", *Decision Sciences*, Vol. 30, pp. 83-106.
- DAILY, C. M., MCDUGALL, C., COVIN, J. G. y DALTON, D. R. (2002): "Governance and Strategic Leadership in Entrepreneurial Firms", *Journal of Management*, Vol. 28, pp. 387-412.
- DALTON, D. R., DAILY, C. M., ELLSTRAND, A. E. y JOHNSON, J. L. (1998): "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 269-290.
- DALTON, D. R., DAILY, C. M., JOHNSON, J. L. y ELLSTRAND, A. E. (1999): "Number of Directors and Financial Performance: a Meta-analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, pp. 674-686.
- DAILY, C. y DALTON, D. (1993): "Board of directors leadership and structure: control and performance implications", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Spring, pp. 65-81.
- DAILY, C. M., DALTON, D. R. y CANNELLA, A. A. (2003): "Corporate Governance: decades of dialogue and data", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 371-382.
- DAVIS, G. F. (1991): "Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Inter corporate Network", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, pp. 583-613.
- DAVIS, G. F. y THOMPSON, T. A. (1994): "A social movement perspective on corporate control", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, pp. 141-173.
- DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D. y DONALDSON, L. (1997): "Toward a Stewardship theory of management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 20-47.
- DE ANDRES, P., AZOFRA, V. y LOPEZ, F. (2005): "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, pp. 197-210.
- DE ANDRES, P. y VALLELADO, E. (2008): "Corporate governance in banking: The role of the board of directors", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp. 2570-2580.
- DEHAENE, A.; DE VUYST, V. y OOGHE, H. (2001): "Corporate performance and board structure in Belgian companies", *Long Range Planning*, Vol. 34, pp. 383-398.
- DEMB, A. y NEUBAUER, F. (1992): "The Corporate Board: Confronting the Paradoxes", *Long Range Planning*, Vol. 25, pp. 9-21.
- DONALDSON, L. (1990): "The ethereal hand: organizational management theory", *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 369-381.
- DONALDSON, L. y DAVIS, J. H. (1991): "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholders returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, pp. 49-64.
- DONALDSON, L. y DAVIS, J. H. (1994): "Boards and company performance- research challenges the conventional wisdom", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 2, pp. 151-160.
- DONOHER, W. J., REED, R. y STORRUD-BARNES, S. F. (2007): "Incentive Alignment, Control, and the Issue of Misleading Financial Disclosures". *Journal of Management*, Vol. 33, pp. 547-569.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S. y WELLS, M. (1998): "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-55.
- ERAKOVIC, L. y GOEL, S. (2008): "Board- Management Relationships. Resources and Internal Dynamics", *Management Revue*, 19, pp. 53-69.
- FAHLENBRACH, R., LOW, A. y STULZ, R.M. (2010): "Why do firms appoint CEOs as outside directors?", *Journal of Financial Economics*, publicado online March 11, 2010.
- FINEGOLD, D., BENSON, G.S. y HECHT, D. (2007): "Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 865- 878.
- FINKELSTEIN, S. y HAMBRICK, D. C. (1989): "Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes", *Strategic Management Journal*, Vol. 10, pp. 121-134.

- FINKELSTEIN, S. y HAMBRICK, D. C. (1990): "Top Management Team Tenure and Organizational Outcomes: The moderating Role of Managerial Discretion", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, pp. 484-503.
- FINKELSTEIN, S. y HAMBRICK, D. C. (1996): *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*, Minneapolis, MN: West.
- FINKELSTEIN S. y MOONEY, D. (2003): "Not the usual suspects: How to use board process to make boards better", *Academy of Management Executive*, 17(2): 101-113.
- FORBES, D. P. y MILLIKEN, F. J. (1999): "Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of Management Review*, Vol. 24, pp. 489-505.
- GABRIELSSON, J.(2007): "Boards of directors and entrepreneurial posture in medium-size companies", *International Small Business Journal*, Vol. 25, pp. 511-535.
- GABRIELSSON, J., y HUSE, M. (2004): "Context, Behavior and Evolution: Challenges in Research on Boards and Governance", *International Studies of Management and Organization*, Vol. 34, pp. 11-36.
- GABRIELSSON, J. y WINLUND, H (2000): "Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: examining the effects of the board's working style on board task performance", *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 12, pp. 311-330.
- GHOSHAL, S. (2005): "Bad Management Theories are destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learnings & Education*, Vol. 4, pp. 75-91.
- GIMENO, J., FOLTA, T. B., COOPER, A. C., y WOO, C. Y. (1997): "Survival of the Fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, pp. 750-783.
- GOLDEN, B. R. y ZAJAC, E. J. (2001): "When will boards influence strategy? Inclination X power = strategic change", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 1087- 1111.
- GOODSTEIN, J., GAUTAM, K. y BOEKER, W. (1994): "The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 241-250.
- GORDON, S. S., STEWART, W. H., JR, SWEQ, R., y LUKER, W. A. (2000): "Convergence versus strategic reorientation: The antecedents of fast paced organizational change", *Journal of Management*, Vol. 26, pp. 911-945.
- HAMBRICK, D. C. y MASON, P. (1984): "Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Review*, Vol. 2, pp. 193-206.
- HAMBRICK, D. C., CHO, T. S. y CHEN, M. J. (1996): "The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 41, pp. 659-684.
- HAMBRICK, D. C., WERDER, A. V. y ZAJAC, E. J. (2008): "New Directions in Corporate Governance Research", *Organization Sciences*, Vol. 19, pp. 381-385.
- HARRIS, D. y HELFAT, C. E. (1997): "Specificity of CEO Human Capital and Compensation", *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 895-920.
- HARRISON, J. R. (1987): "The strategic use of corporate board committees", *California Management Review*, Vol. 30, pp. 109-125.
- HENDRY, K. y KIEL, G. (2004): "The role of the board in firm strategy: integrating agency and organizational control perspectives", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 500-520.
- HERMALIN, B. E., y WEISBACH, M. S. (1988): "The determinants of Board Composition", *Journal of Economics*, Vol. 19, pp. 589-606.
- HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1998): "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 96-118.
- HERMAN, E. S. (1981): *Corporate control. Corporate power*. Cambridge: Cambridge University Press.
- HILL, C. W. L. y SNELL, S. A. (1988): "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 577-590.
- HILLMAN, A. J., CANNELLA, A. A. y PAETZOLD, R. (2000): "The resource dependence role of corporate directors strategic adaptation of board composition in response to environmental change", *Journal of Management Studies*, Vol. 37, pp. 235-255.
- HILLMAN, A. J. y DALZIEL, T. (2003): "Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 383-396.
- HOWTON, S. W. (2006): "Effect of Governance Characteristics on the State of the Firm after an Initial Public Offering", *The Financial Review*, Vol. 41, pp. 419-433.
- HOYE, R. (2007): "Commitment, Involvement and Performance of Voluntary Sport Organization Board Members", *European Sport Management Quarterly*, Vol. 7, pp. 109-121
- INGLEY, C., y VAN DER WALT, N. (2005): "Do Board Processes Influence Director and Board Performance? Statutory and performance implications", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, pp. 632-653.
- JOHNSON, J., DAILY, C. M. y ELLSTRAND, A. E. (1996): "Board of directors: a review and research agenda", *Journal of Management*, Vol. 22, pp. 409-438.
- JOHNSON R. A, HOSKISSON, R. E. y HITT, M. A. (1993): "Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics", *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 33 -41
- JUDGE, W. Q. JR. y ZEITHAML, C. P. (1992): "Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision making process", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 766.

- KALYTA, P. (2009): "Compensation Transparency and Managerial Opportunism: A Study of Supplemental Retirement Plans", *Strategic Management Journal*, pp. 405-423
- KATZ, R. (1982): "Project Communication and Performance: An Investigation into the Effects of Group Longevity", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 27, pp. 81-104.
- KESNER, I. F., VICTOR, B., y LAMONT, B. T. (1986): "Research notes. Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies", *Academy of Management Journal*, Vol. 29, pp. 789-799.
- KESNER, I. F. y DALTON, D. R. (1985): "The Effect of Board Composition on CEO Succession and Organizational Performance", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24, pp. 3-21.
- KESNER, I. F. y DALTON, D. R. (1994): "Top management turnover and CEO succession: An investigation of the effects of turnover on performance", *Journal of Management Studies*, Vol. 31, pp. 701-713.
- KIEL, G. C. y NICHOLSON, G. J. (2003): "Board composition and corporate performance: how Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, 11, pp. 189-205.
- KIEL, G. C. y NICHOLSON, G. J. (2005): "Evaluating boards and directors", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, pp. 613-631.
- KIM, Y. (2005): "Board Network Characteristics and Firm Performance in Korea", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, pp. 800-808.
- KIM, Y. y CANELLA JR. J. L. (2008): "Social Capital among corporate upper echelons and its impacts on executive promotion in Korea", *Journal of World Business*, vol. 43, pp. 85-96.
- KOR, Y. (2003): "Experience-based top management Team competence and sustained growth", *Organization Science*, Vol. 14, pp. 707-719.
- KOR, Y. (2006): "Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R & D investment strategy", *Strategic Management Journal*, Vol. 27, pp. 1081-1099.
- KOR, Y. y MAHONEY, J. T. (2000): "Penrose's resource-based approach: The process and product of research creativity", *Journal of Management Studies*, Vol. 37, pp. 109-139.
- KOR, Y. y SUNDARAMURTHY, C. (2009): "Experience-Based Human Capital and Social Capital of Outside Directors", *Journal of Management*, Vol. 35, pp. 981-1006.
- KORAC-KAKABADSE, N., KAKABADSE, A. y KOUZMIN, A. (2001): "Board Governance and company performance: any correlations?" *Corporate Governance*, Vol.1, pp. 24-30.
- KROLL, M., WALTERS, B. y SON A. LE. (2007): "The Impact of Board Composition and Top Management Team Ownership Structure on Post-IPO Performance in Young Entrepreneurial Firms", *Academy of Management Journal*, Vol. 50, pp. 1198-1216.
- KROLL, M., WALTERS, B. A. y WRIGHT, P. (2008): "Board vigilance, directors experience, and corporate outcomes", *Strategic Management Journal*, Vol. 29, pp. 363-382.
- LANGEOVOORT, D. C. (2001): "The human nature of corporate boards: law, norms and the unintended consequences of independence and accountability", *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, pp. 797-832.
- LANT, T. K., MILLIKEN, F. J., y BATRA, B. (1992): "The role of managerial learning and interpretation in strategic persistence and reorientation: An empirical exploration", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 585-608.
- LETZA, S., SUN, X. P., y KIRKBRIDE, J. (2004): "Shareholding versus stakeholding: A critical review of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 242-262.
- LORSCH, J. W. y MCIVER, E. (1989): *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- LYNALL, M. D., GOLDEN, B. R. y HILLMAN, A. J. (2003): "Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 416-431.
- MACUS, M. (2005): "Interactions on boards and board capability: Two empirical studies of performance effects of boards", *International Journal Human Resources Development and Management*, Vol. 5, pp. 389-411.
- MACUS, M. (2008): "Board Capability", *International Studies of Management and Organization*, Vol. 38, pp. 98-116.
- MALLETTE, P. y FOWLER, K. L. (1992): "Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pill". *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 1010-1035.
- MARCH J. G. (1999): *The Pursuit of Organizational Intelligence*, Blackwell, Oxford, UK.
- MICHEL, J. C. y HAMBRICK, D. G. (1992): "Diversification posture and top management team characteristics", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 9-37.
- MILLER, D. y FRIESEN, P. (1984): "A longitudinal study of the corporate life cycle", *Management Science*, Vol. 30, pp.1161-1183.
- MCINTYRE, M.L., MURPHY, S.A. y MITCHELL, P. (2007): "The top team: examining board composition and firm performance", *Corporate Governance*, Vol. 7, pp. 547-561.
- MINICHILLI, A. y HANSEN, C. (2007): "The Board advisory task in small firms and the event of crises", *Journal of Management Governance*, Vol. 11, pp. 5-22.
- MOSAKOWSKI, E. (1993): "A resource-based perspective on the dynamic strategy-performance relationship: An empirical examination of the focus and differentiation strategies in entrepreneurial firms", *Journal of Management*, Vol. 19, pp. 819-839.
- MUELLER, G. C. y BARKER, V. (1997): "Upper echelons and board characteristics of turnaround and nonturnaround declining firms", *Journal of Business Research*, Vol. 39, pp. 119- 135.

- MURPHY, S. A. y MCINTYRE, M. L. (2007): "Board of director performance: a group dynamics perspectives", *Corporate Governance*, Vol. 7, 2, 209-224.
- NICHOLSON, G. J. y KIEL, G. C. (2007): "Can Directors Impact Performance?" A case-based test of three theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 585-608.
- OCASIO, W. (1994): "Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960-1990", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, pp. 285-314.
- O'REGAN, K. y OSTER, S. M. (2005): "Does the Structure and Composition of the Board Matter? The Case of Nonprofit Organizations", *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 21, pp. 205-227.
- ORTIZ, N. ARAGÓN, J. A. y GÓMEZ, S. (2009) "La relación entre la rentabilidad y la presencia de consejeros compartidos. Un análisis desde la teoría de recursos y capacidades", XXIII Congreso anual AEDEM: Administrando en entornos inciertos, 3-5 junio, Sevilla, editado en CD-Rom., ESIC Editorial.
- PALMER, D. A., JENNINGS, P. D. y ZHOU, X. (1993): "Late Adoption of the Multidivisional Form by Large U. S. Corporations: Institutional, Political and Economics Accounts", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, pp. 100-131.
- PALMER, D. y BARBER, B. M. (2001): "Challengers, Elites, and Owning Families: A Social Class Theory of Corporate Acquisitions in the 1960s.", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 46, pp. 87-120.
- PEARCE, J. A. y ZAHRA, S. A. (1991): "The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance", *Strategic of Management Journal*, Vol. 12, pp. 135-153.
- PEARCE, J. A. y ZAHRA, S. A. (1992): "Board compensation from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, Vol. 29, pp. 411-438.
- PETROVIC, J. (2008): "Unlocking the role of a board director: a review of the literature", *Management Decision*, Vol. 46, pp. 1373-1392.
- PETTIGREW, A. M. (1992): "The character and significance of strategy process research", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 5-16.
- PFEFFER, J. (1972): "Merger as a response to organizational interdependence", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, pp. 382-394.
- PFEFFER, J. (1973): "Size, composition and function of hospital of boards of directors", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18, pp. 349-364.
- PFEFFER, J. (1983): *Organizational demography*. In *Research in Organizational Behavior*, 5, Cummings LL, Staw BM (eds.) JAI Press: Greenwich, CT, pp. 299-357.
- PFEFFER, J. y SALANCIK, G. (1978): *The external control of organizations: a resource dependence perspective*, Harper y Row. New York.
- PITCHER, P., CHREIM, S., y KISFALVI, V. (2000): "CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 625-648.
- PRAHALAD, C. y BETTIS, R. (1986): "The dominant logic: A new linkage between diversity and performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, pp. 485-510.
- PUGLIESE, A. y WENSTOP, P. Z. (2007): "Board members' contribution to strategic decision-making in small firms", *Journal of Management Governance*, Vol. 11, pp. 383-404.
- PUGLIESE, A., BEZEMER, P. J., ZATTONI, A. M., HUSE, M., VAN DEN BOSCH, F. A. J. y VOLBERDA, H. W. (2009): "Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, pp. 292-306.
- RINDOVA, V. P. (1999): "What corporate boards have to do with strategy: a cognitive perspective", *Journal of Management Studies*, Vol. 36, pp. 953-975.
- ROBERTS, K. H. y O'REILLY, C. A. (1979): "Some correlates of communication roles in organizations", *Academy of Management*, Vol. 22, pp. 42-57.
- ROBERTS, J. MCNULTY, T. y STILES, P. (2005): "Beyond agency conceptions of the work of non-executive director: creating accountability in the boardroom", *British Journal of Management*, Vol. 16, pp. S5-S26.
- ROSENSTEIN, J. (1987): "Why don't US boards get more involved in strategy?", *Long Range Planning*, Vol. 20, pp. 30-34.
- RUTHERFORD M. y BUCHHOLTZ, A. (2007): "Investigating the relationship between board characteristics and board information", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 576-583.
- RUIGROK, W., PECK, S. I. y KELLER, H. (2006): "Board Characteristics and involvement in strategic decision making: evidence from Swiss companies", *Journal of Management Studies*, Vol. 43, pp. 1201-1226.
- SANDERS, W. G. y CARPENTER, M. A. (1998): "Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure". *Academy of Management Journal*, Vol. 41, pp.158- 179.
- SANTIAGO-CASTRO, M. y BAEK, H. Y. (2004): "Board Composition and Firm Performance of Large Latin American Firms: An Exploratory View". *Latin American Business Review*, Vol. 4, pp. 1-19.
- SCHIEFCZYK, M. y GERPOTT, T. J. (2001): "Qualifications and turnover of managers and venture capital-financed firm performance: An empirical study of German venture capital-investments", *Journal of Business Venturing*, Vol. 16, pp. 145-163.
- SCHNAKE; M. E., FREDENBERGER; W.B y WILLIAMS, R.J.(2005): " The Influence of Board Characteristics on the frequency of 10-K Investigation". *Journal of Business Strategies*; Vol. 22, pp. 101-117.

- SCHOONHOVEN, C. B., EISENHARDT, K. M. y LYMAN, K. (1990): "Speeding Products to Market: Waiting Time to First Product Introduction in New Firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, pp. 177-207.
- SHEN, W. y CANNELLA, A. A., Jr (2002): "Power dynamics with top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession", *Academy of Management Journal*, Vol. 45, pp. 1195-1206.
- SHERWIN, L. (2003): "Building an Effective Board", *Bank Accounting and Finance*, Vol. 16, pp. 22-29.
- SHIVDASANI, A. y YERMACK, D. (1999): "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 1829-1853.
- SONNENFELD, J. A. (2002): "What makes great boards great?", *Harvard Business Review*, Vol. 80, pp. 106-13.
- STEVENSON, W. y RADIN, R. F. (2009): "Social Capital and Social Influence on the Board of Directors", *Journal of Management Studies*, Vol. 46, pp. 16-44.
- STILES, P. y TAYLOR, B. (2001): *Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities*, Oxford University Press, Oxford.
- SUNDARAMURTHY, C. y LEWIS, M. (2003): "Control and Collaboration: Paradoxes of Governance", *Academy of Management Review*, Vol. 28, pp. 397-415.
- USEEM, M. (1984): "Corporate Social and Political Action", *California Management Review*, Vol. 26, pp. 141-154.
- VAN DEN BERGHE, L. A. A. y LEVRAU, A. (2004): "Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 461-478.
- VAN EES, H., GABRIELSSON, J. y HUSE, M. (2009): "Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, pp. 307-319.
- VAFEAS, N. (1999): "The Nature of Board Nominating Committees and Their Role in Corporate Governance". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, pp. 199-225.
- VAFEAS, N. (2003) "Length of Board Tenure and Outside Director Independence". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, pp. 1043-1064.
- WADE, J., O'REILLY, C. A., y CHANDRATAT, I. (1990): "Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, pp. 587-603.
- WAGNER III, J. A.; STIMPERT, J. L. y FUBARA, E. (1998): "Board composition and organizational performance: Two studies of insider/outsider effects", *The Journal of Management Studies*, Vol. 35, pp. 655-677.
- WALSH, J. P. y SEWARD, J. K. (1990): "On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms", *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 421-458.
- WALTERS, B., KROLL, M., y WRIGHT, P. (2007): "CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance", *Journal of Business Research*, Vol. 60, pp. 331-338.
- WALTERS, K. M. y LE, S. A. (2007): "The impact of the Board composition and top management team ownership structure on post-ipo performance in young entrepreneurial firms", *Academy of Management Journal*, Vol. 50, pp. 1198-1216.
- WESTPHAL, J.D. (1999): "Collaboration in the boardroom: behavioral and performance consequences of CEO-board social ties", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, pp. 7-24.
- WESTPHAL, J. D. y FREDRICKSON, J. W. (2001): "Who Directs Strategic Change? Director Experience, the Selection of New CEOs, and Change in Corporate Strategy", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 1113-1161.
- WESTPHAL, J. D. y BEDNAR, M.K. (2005): "Pluralistic Ignorance in Corporate Boards and Firms' Strategic Persistence in Response to Low Firm Performance", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 50, pp. 262-298.
- WIERSEMA, M. F. y BANTEL, K. A. (1992): "Top management team demography and corporate strategic change", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 91-121.
- WIERSEMA, M. F. y BANTEL, K. A. (1993): "Top management team turnover as an adaptation mechanism: The role of the environment", *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 485-504.
- YERMACK, D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.
- ZAHRA, S. A. y PEARCE, J. A. (1989): "Board of directors and corporate financial performance: a review and integrate model", *Journal of Management*, Vol. 15, pp. 291-334.
- ZAHRA, S. A., NEUBAUM, D. O. y HUSE, M. (2000): "Entrepreneurship in medium-size companies: Exploring the effects of ownership and governance systems", *Journal of Management*, Vol. 26, pp. 947-976.
- ZAJAC, E. J., y WESTPHAL, J. D. (1996): "Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs". *Academy of Management Journal*, Vol. 39, pp. 64-90.
- ZALD, M. N. (1969): "The power and functions of board of directors: a theoretical synthesis", *American Journal of Sociology*, Vol. 75, pp. 97-111.
- ZENGER, T. R. y LAWRENCE, B. S. (1989): "Organizational demography: The differential effects of age and tenure distribution on technical communication", *Academy of Management Journal*, Vol. 32, pp. 353-376.
- ZELECHOWSKI, D. D y BILIMORIA, D. (2004): "Characteristics of Women and Men Corporate Inside Directors in the US". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 337-342.